



UNIVERSITY  
OF OSLO

# Gjeldskrisen – myter og reelle problemer

Steinar Holden  
Økonomisk institutt, UiO  
<http://folk.uio.no/sholden/>

Krise og fordeling  
19. januar 2012



- Eurosamarbeidet vanskelig fordi landene er for forskjellige
  - Late grekere – jobber lite og pensjoneres tidlig
  - Svart økonomi og korrupsjon; bryter regler
  - Strukturelle forskjeller
  - Tyskland har gjort det godt, Syd-Europa dårlig
- Felles valuta krever felles finanspolitikk og større overføringer mellom landene
- Stor pengemengdevekst fører til høy inflasjon



UNIVERSITY  
OF OSLO

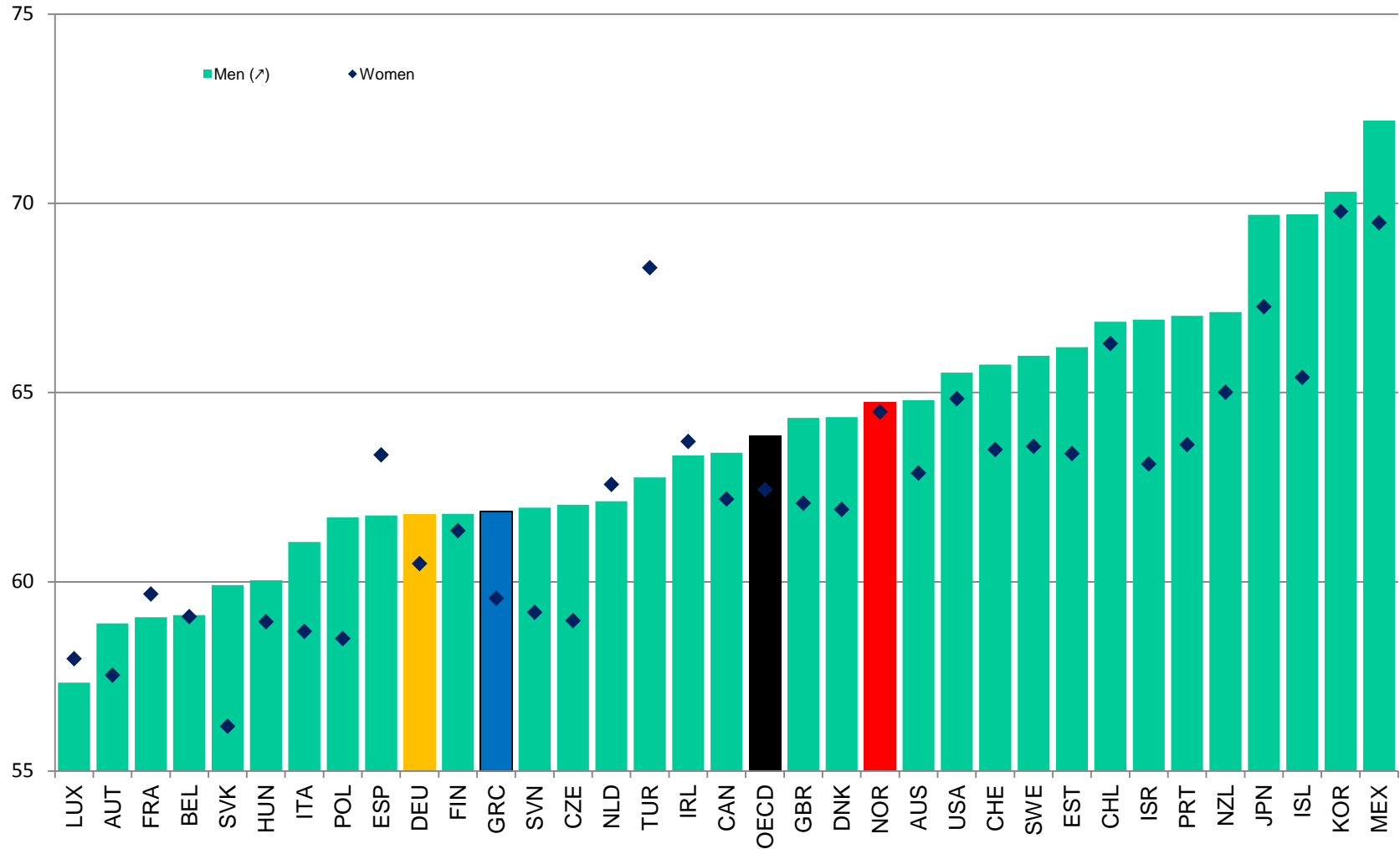
## Late grekere – jobber lite og pensjoneres tidlig ?

- Det stemmer ikke – formell pensjonsalder er ofte lav, men greske menn har litt høyere effektiv pensjoneringsalder enn tyske menn
- Og grekerne har mye lengre arbeidstid
- 
- 
-



UNIVERSITY  
OF OSLO

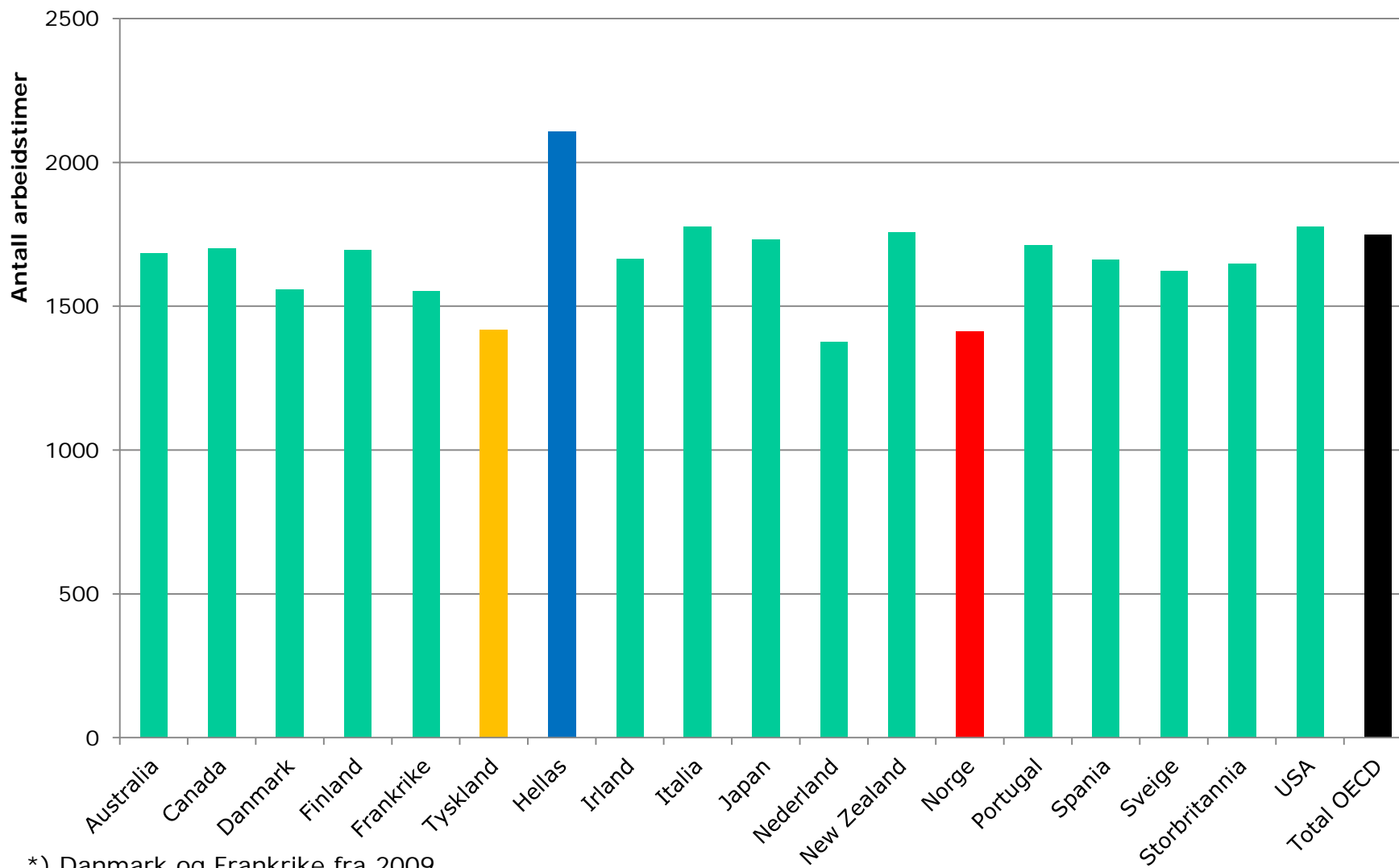
# Gjennomsnittlig pensjoneringsalder (forlate arbeidsstyrken)



2011



# Gjennomsnittlig antall arbeidstimer per år, 2010

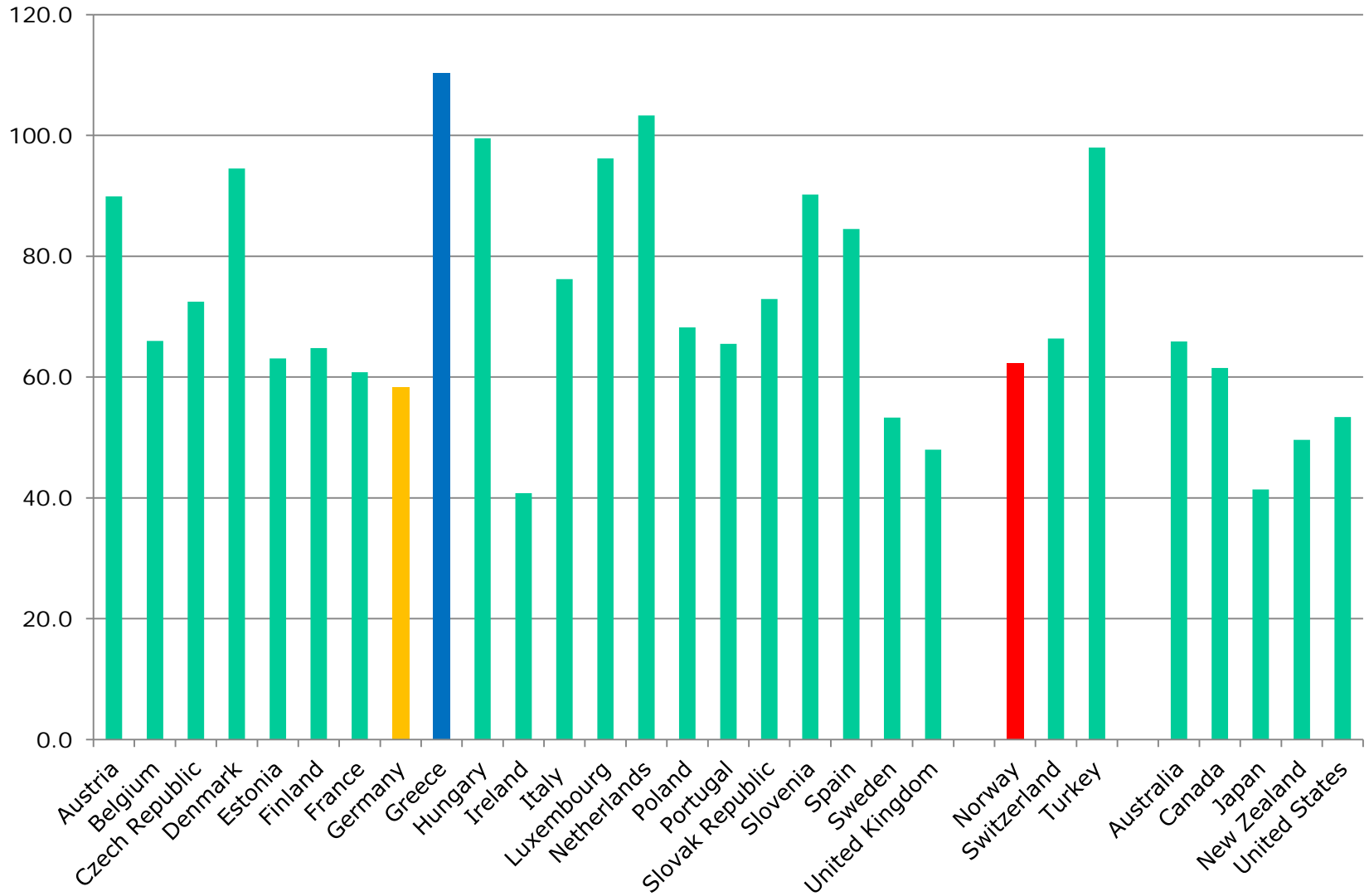


\*) Danmark og Frankrike fra 2009



UNIVERSITY OF OSLO

# Pensjon etter skatt, som andel av lønn etter skatt, medianlønn, mann



2011



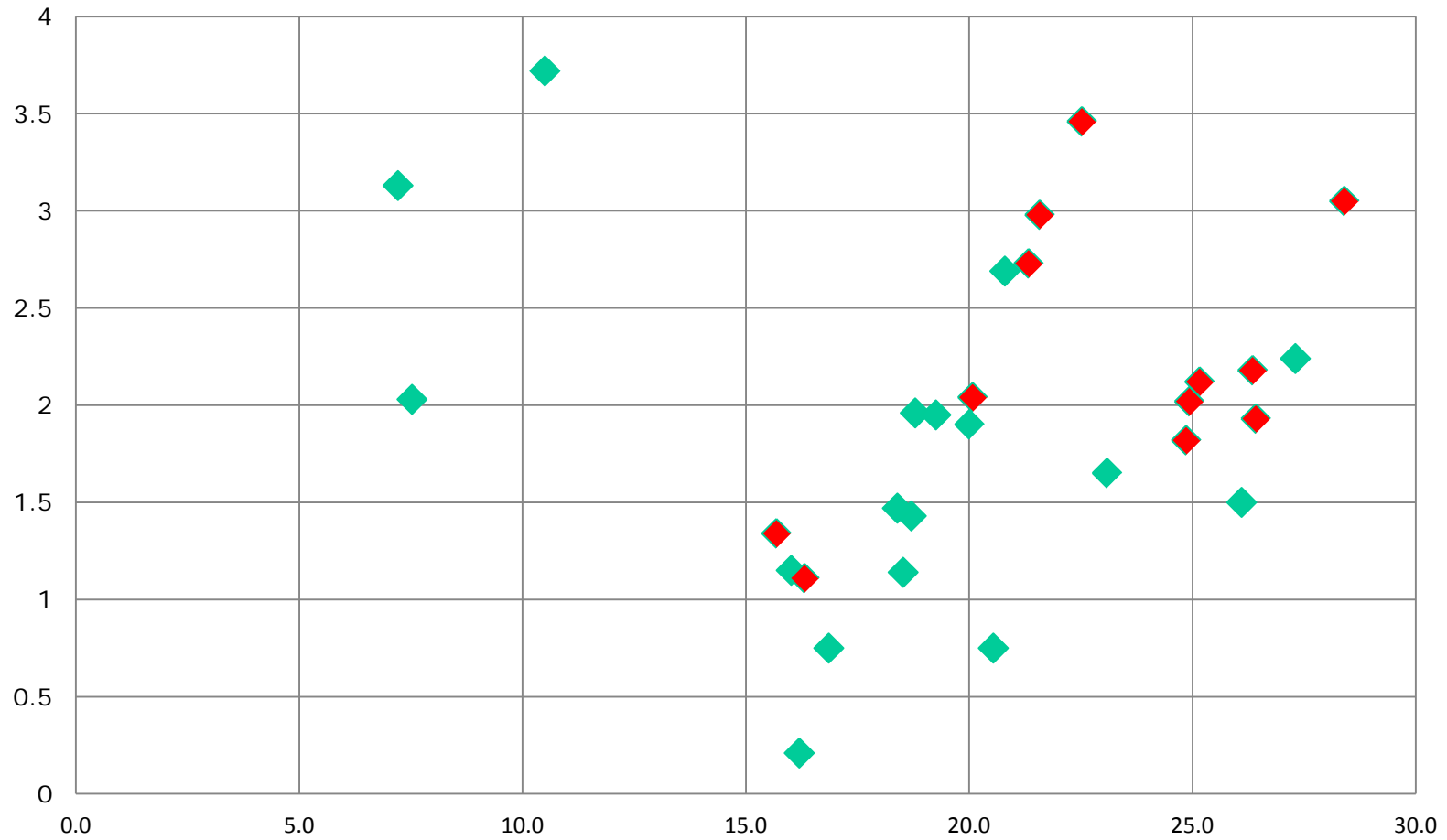
# Er eurolandene for forskjellige?

- Svart økonomi og korrupsjon er viktige problemer, men neppe viktig for pengepolitikken
- Sydeuropeerne bryter finanspolitiske regler
  - Det gjør tyskerne også
- Ulik næringsstruktur som innebærer sjokk har forskjellig effekt i ulike land?
  - Ulik virkning av vekst i Asia
- Ulik økonomisk struktur som gir ulik sårbarhet for konjunktursvingninger?
  - Nokså like i beskyttelse av husholdninger/arbeidstakere
  - Kriselandene er ulike



# Offentlige sosiale utgifter (andel av BNP) og stillingsvern (OECD)

Stillingsvern



Euro-land markert i rødt

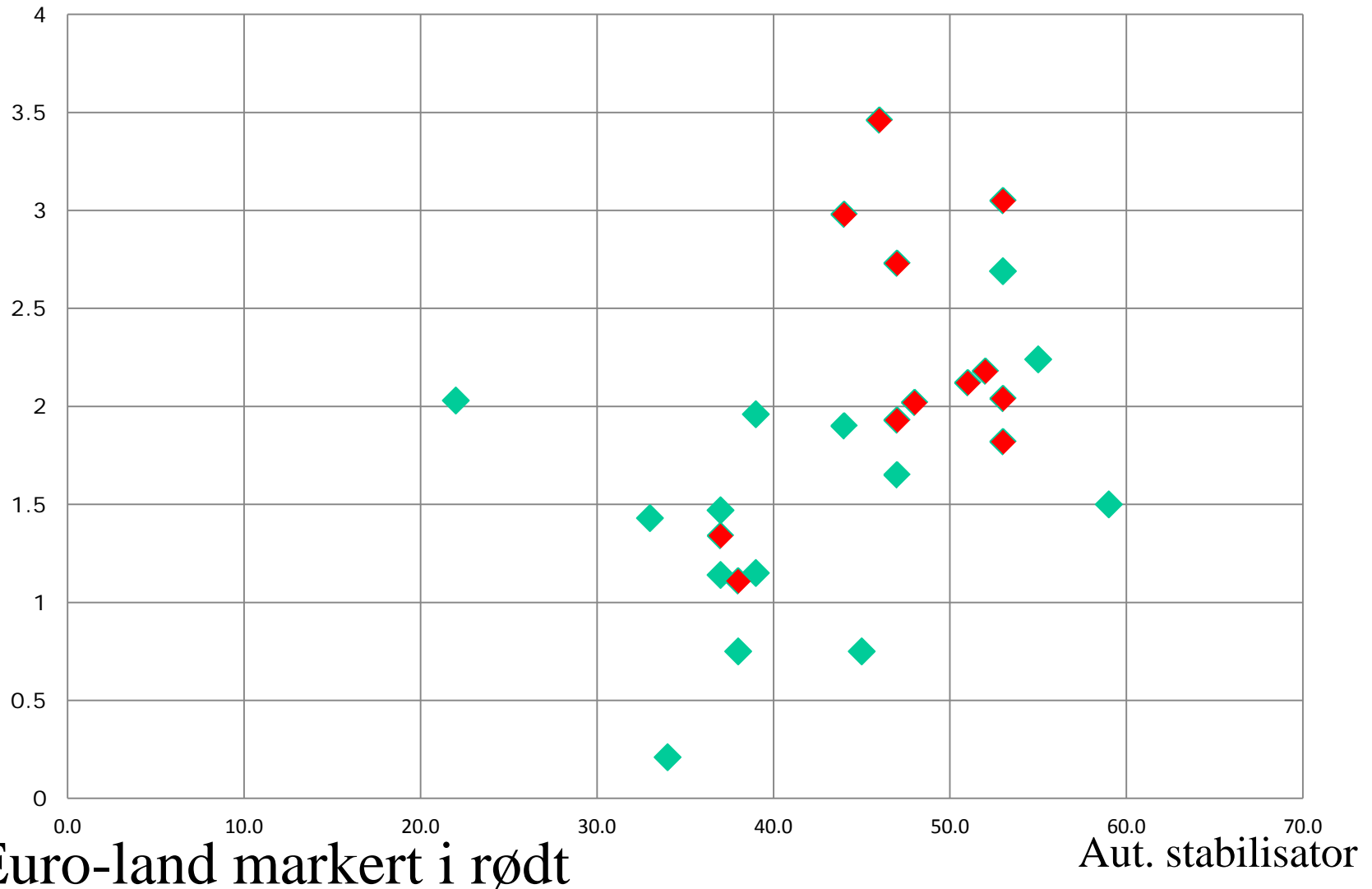
Sos. utgifter



UNIVERSITY  
OF OSLO

# Automatiske stabilisatorer og stillingsvern (OECD)

Stillingsvern



2011

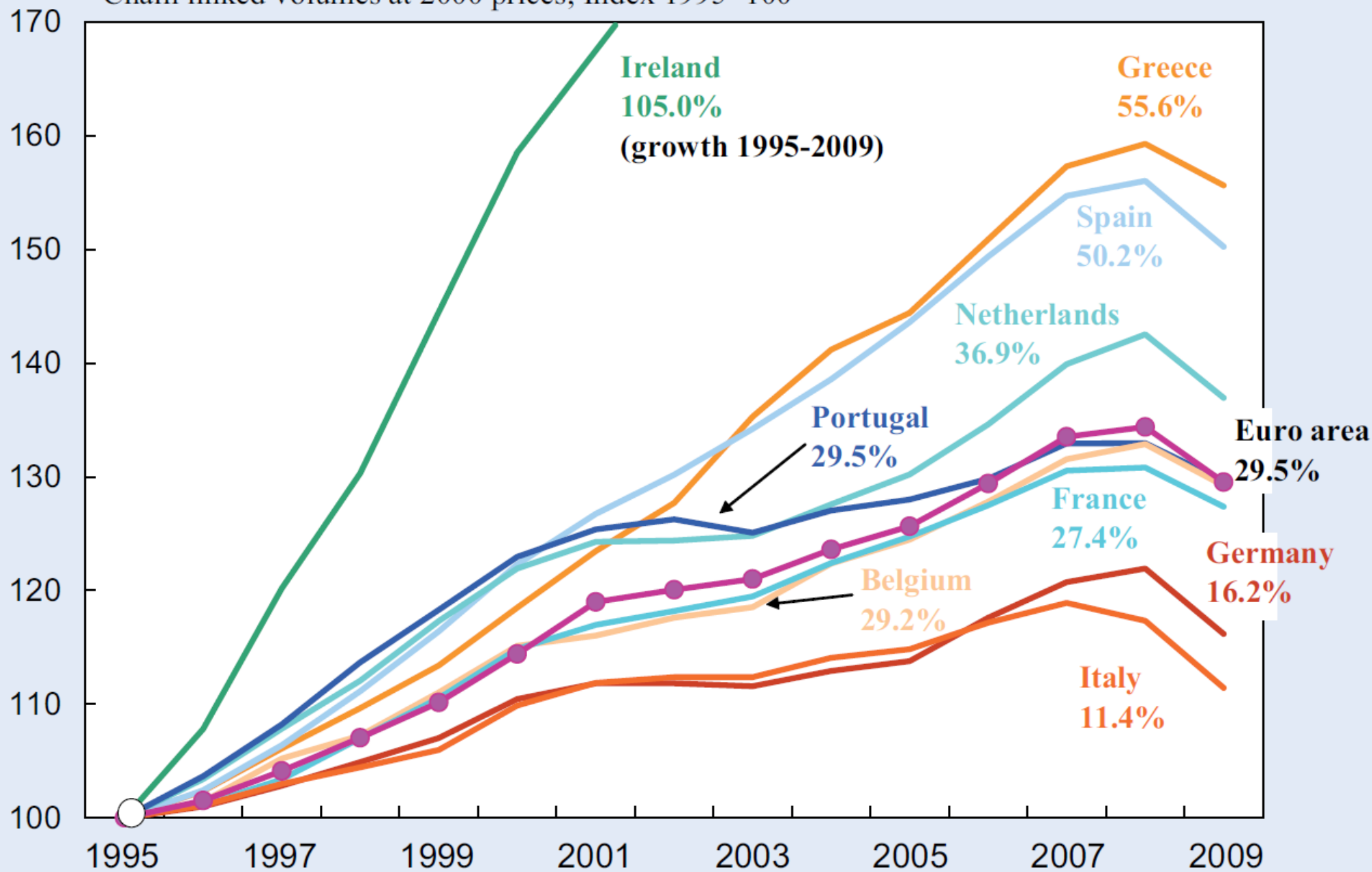


UNIVERSITY  
OF OSLO

# Er Tyskland idealet?

# Economic growth in selected euro-area countries

Chain linked volumes at 2000 prices, Index 1995=100



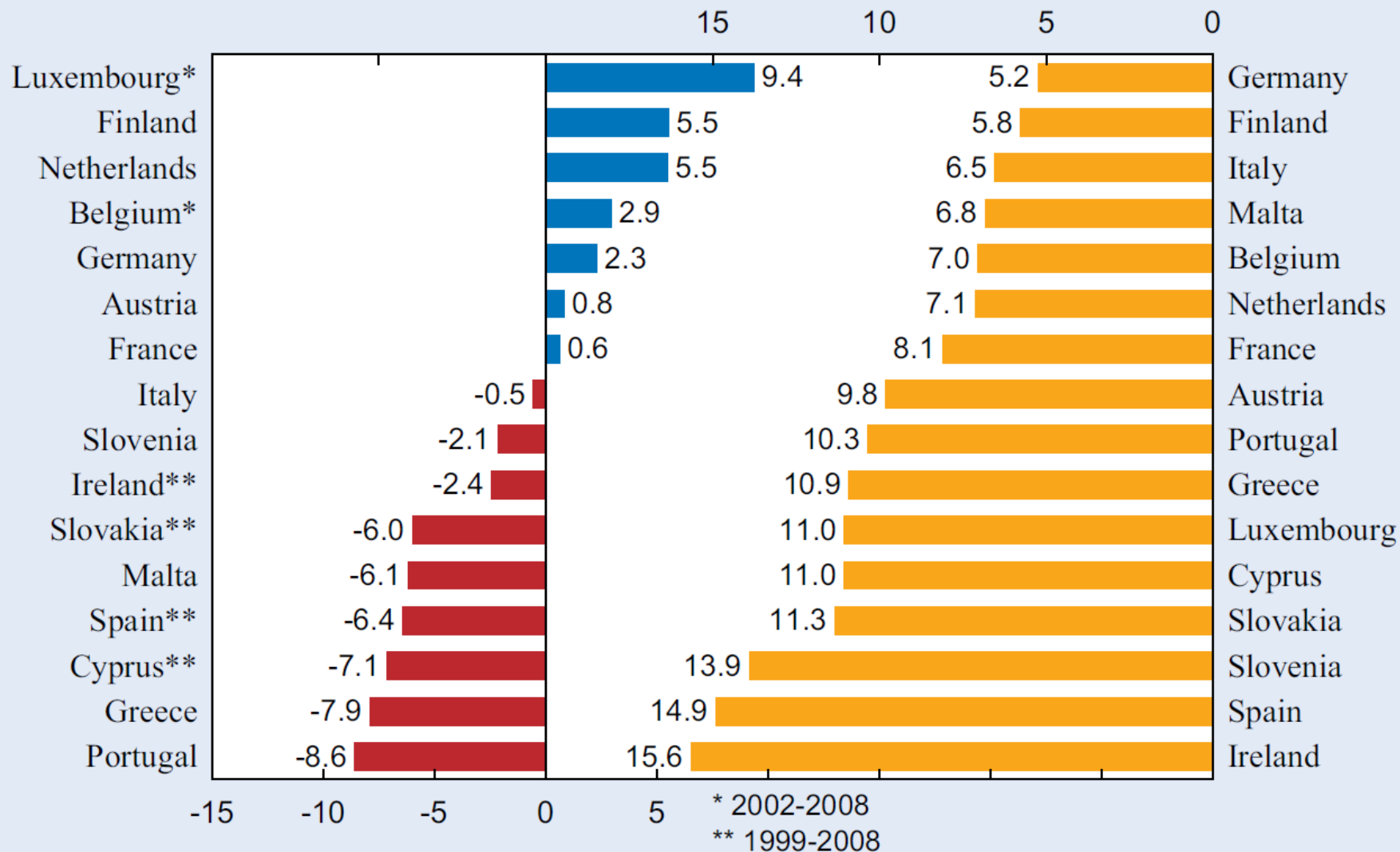
Source: Eurostat, Database, *Economy and Finance, National Accounts*, 14 January 2011; Ifo Institute calculations.

2011



# UNIVERSITY Eksportoverskudd og investeringer

Net capital imports (-) and exports (+) (left) and net investment shares (right), 1995-2008



2011



# Hvorfor så ulik utvikling?

- . Ulik næringsstruktur
- . Ulik initialsituasjon
  - .Tysklands samling => strukturelle problemer, høyt kostnadsnivå, særlig i østlige deler
  - .Kraftig fall i rentene for sydeuropeiske land
- . Grunnleggende ustabilitet i pengeunioner: Walters effekten



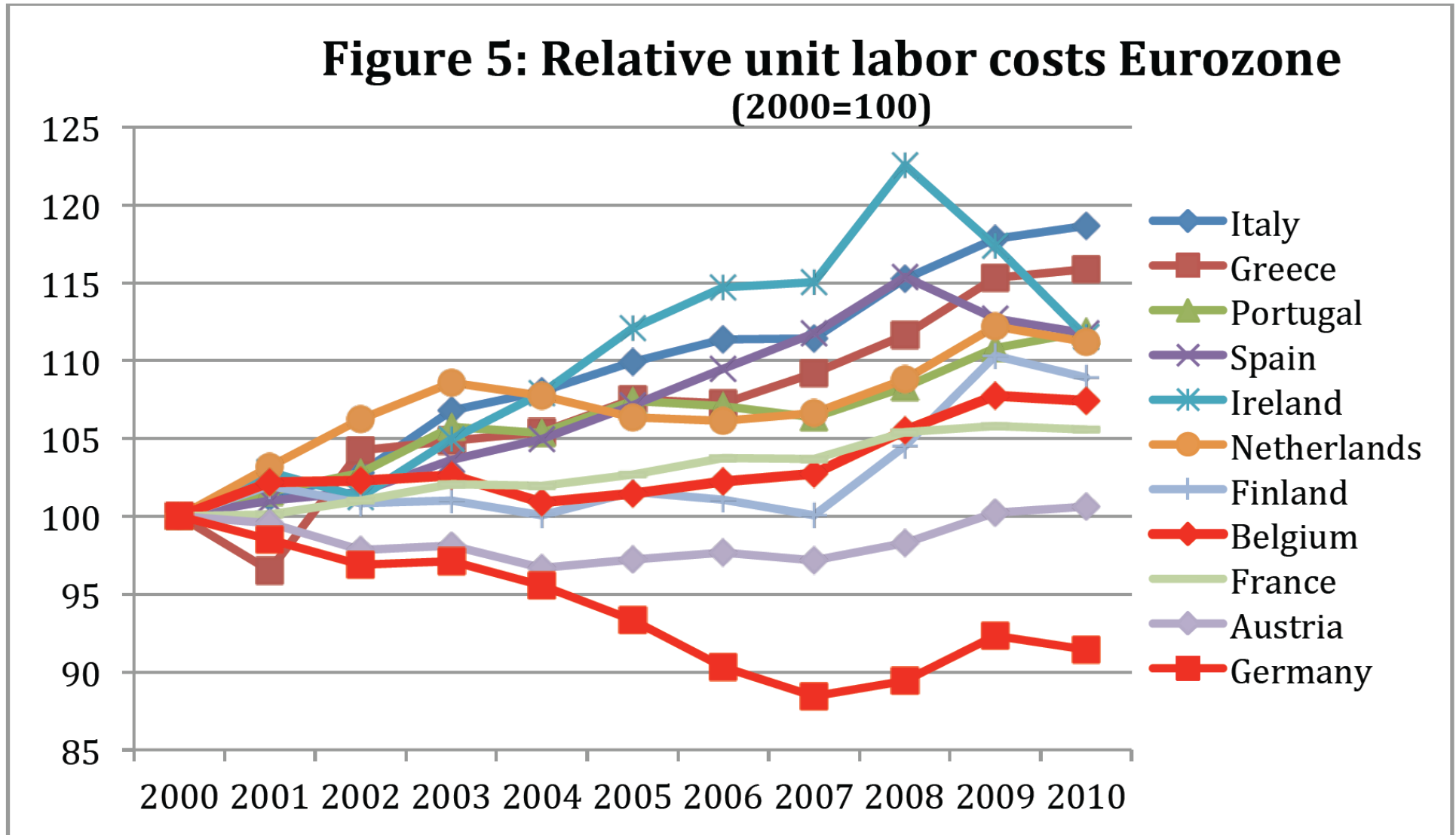
# Walters' kritikk av felles valuta

- Samme nominelle rente i hele unionen
- Høykonjunktur
  - = > høy lønns- og prisvekst
  - = > lav realrente
  - = > forsterker høykonjunktoren
- Lavkonjunktur
  - = > lav lønns- og prisvekst
  - = > høy realrente
  - = > forsterker lavkonjunktoren



# Store kostnadsforskjeller har bygget seg opp

Figure 5: Relative unit labor costs Eurozone  
(2000=100)

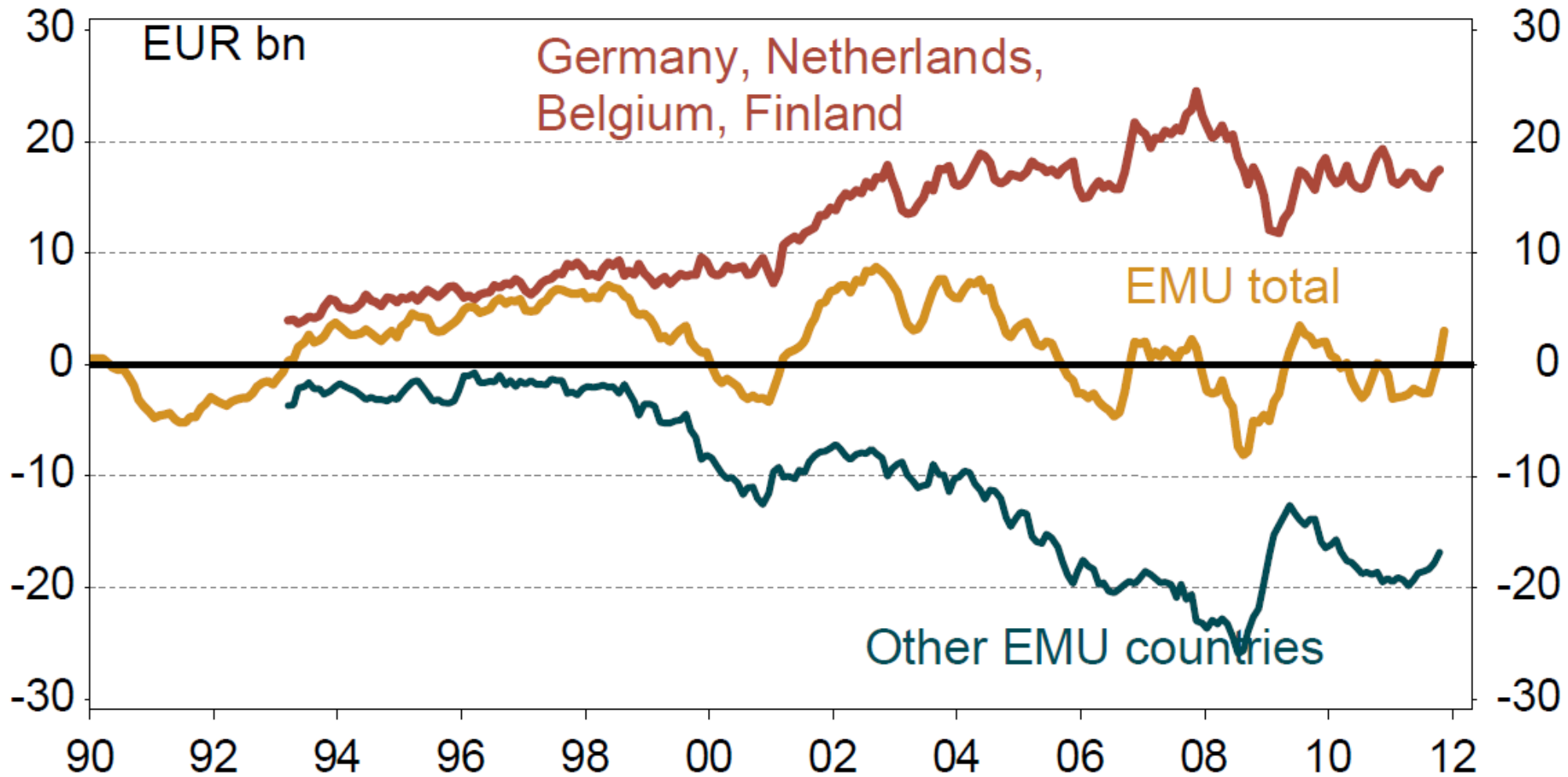


Source: European Commission, Ameco



# Eksportoverskudd i Nord, underskudd i Syd

## EMU Trade balances

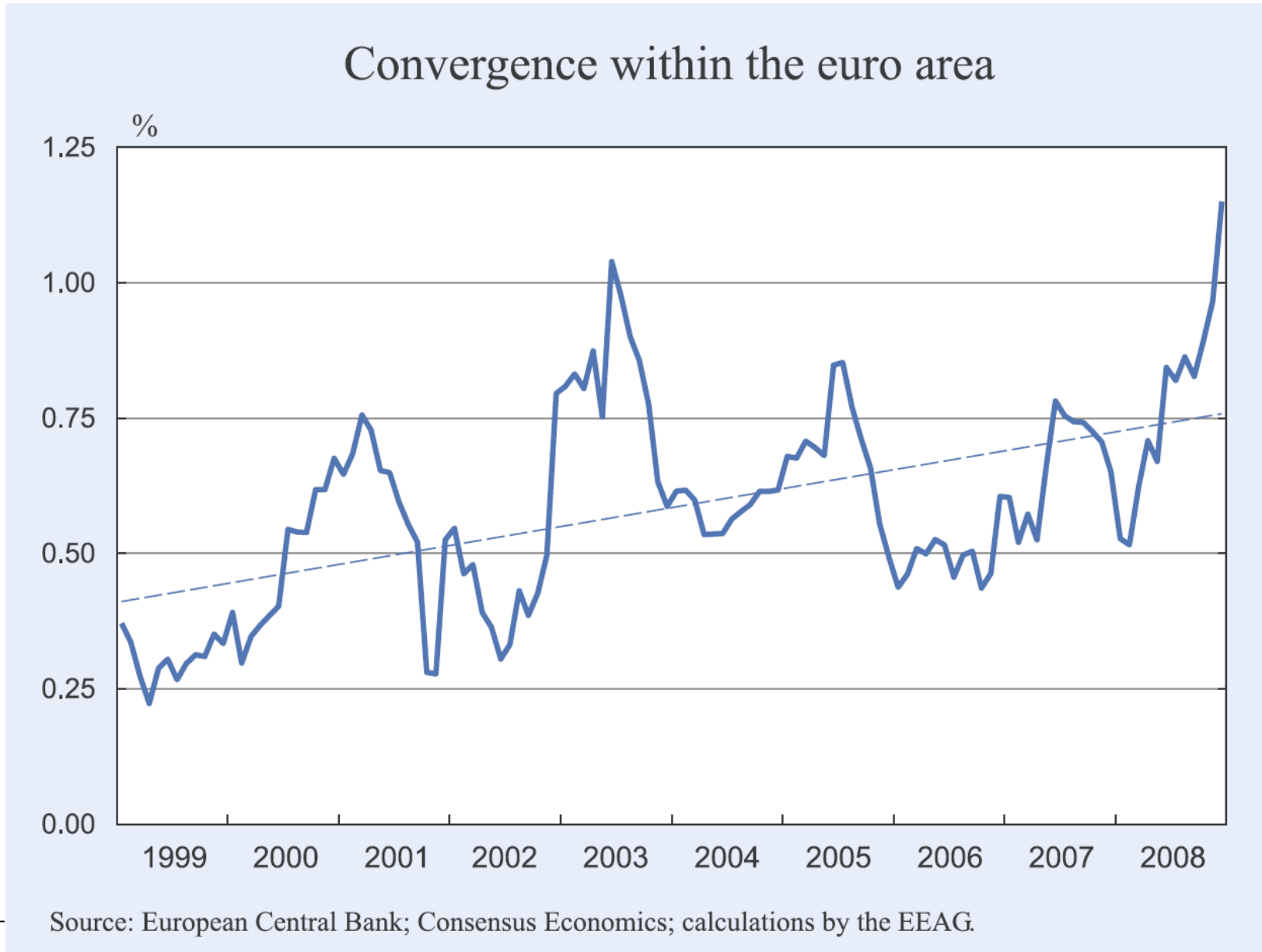




UNIVERSITY  
OF OSLO

# Økende forskjeller innad i unionen

## Forskjeller i optimal, nasjonal rente



2011

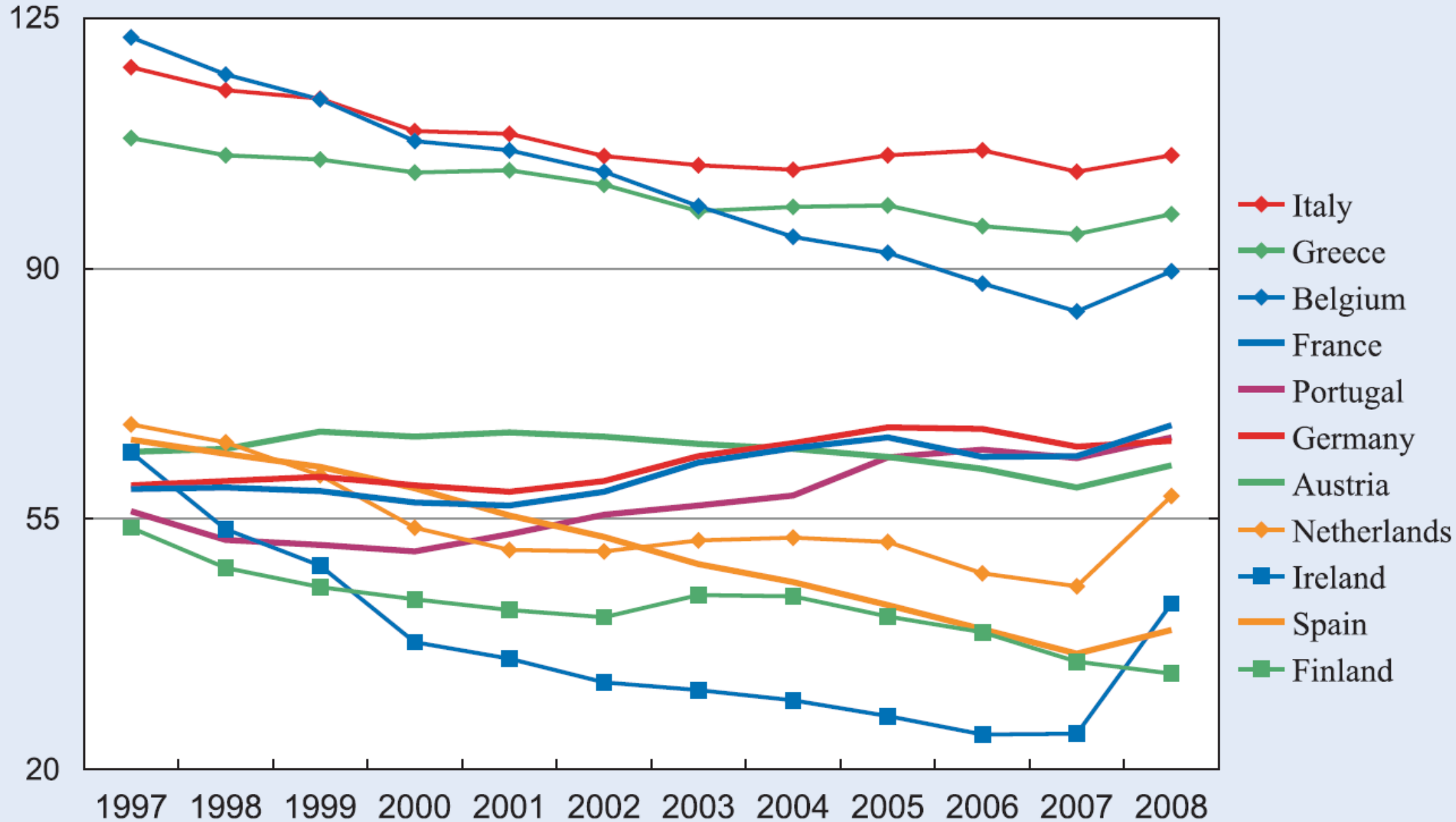


# Hvordan kunne det gå slik?

- . Det så ikke så galt ut
  - . God vekst i de fleste av dagens problemland
  - . Gjelden var på vei ned som andel av BNP
  - . Markedet var ikke bekymret – neglisjerbar renteforskjell

# General government debt/GDP ratio

% of GDP



Source: Eurostat.



# Hvordan kunne det gå slik?

- . Det så ikke så galt ut
  - . God vekst i de fleste av dagens problemland
  - . Gjelden var på vei ned som andel av BNP
  - . Markedet var ikke bekymret – neglisjerbar renteforskjell
- . Men bildet var misvisende
  - . Lav rente bidro til høy innenlandsk etterspørsel som skjulte og forsterket ubalanser
  - . Stigende kostnadsnivå
  - . Økende underskudd på handelsbalansen
  - . Økende privat gjeld
  - . Juks i statistikken i Hellas



UNIVERSITY  
OF OSLO

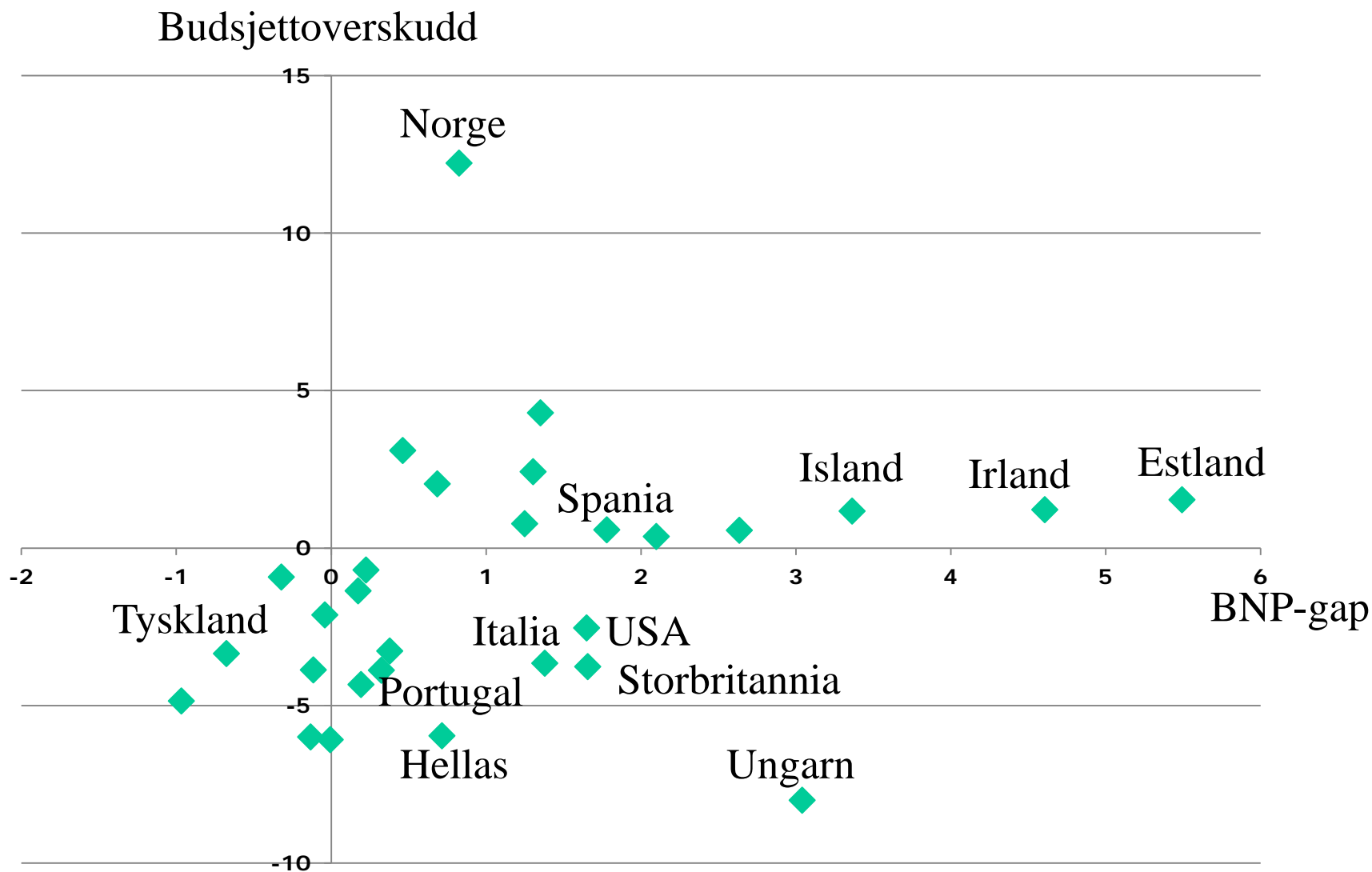
# Kunne problemene vært unngått?

- . Finanspolitikken kunne vært mye bedre
- . Stabilitetspakten for grov, med feil fokus
  - . Gjeldstaket ble neglisjert
  - . Underskuddstaket var vanskelig å håndheve



# BNP-gap og budsjettoverskudd

Gjennomsnitt 2003-07





UNIVERSITY  
OF OSLO

# Kunne problemene vært unngått?

- Finanspolitikken kunne vært mye bedre
- Stabilitetspakten for grov, med feil fokus
  - Gjeldstaket ble neglisjert
  - Underskuddstaket var vanskelig å håndheve
- Må ha krav om overskudd i gode tider
- Kredittregulering; forhindre eiendomsbobler
- Strukturpolitikk og lønnsmoderasjon



UNIVERSITY  
OF OSLO

## Er det nødvendig med felles finanspolitikk og større overføringer?

- . Hva er felles finanspolitikk?
- . Koordinering av politikken?
  - .Ta hensyn til situasjonen i andre land
  - .Mer ekspansiv politikk hvis andre land i lavkonjunktur?
  - .Kunne forsterket problemene
- . Ansvarlig politikk er tilstrekkelig
  - .Overskudd i gode tider
  - .finanspolitisk regel, og gjerne finanspolitisk råd



- . I teorien godt argument for overføringer som forsikring mellom land
- . Men også store problemer knyttet til
  - . Atferdsrisiko - vil landene gjøre nok for å unngå problemer, og for å komme ut av dem?
  - . Konflikter og gjennomføring
- . Lite realistisk at rike, ansvarlige land vil akseptere store overføringer til andre
- . Diskusjon om overføringer minsker mulighetene for å få til andre, mindre omfattende løsninger, pga frykt for "overføringsunion"



# Fører høy pengemengdevekst til inflasjon?

- . Høy pengemengdevekst i går gjerne sammen med høy inflasjon

## Men:

- . Økte priser gir økt etterspørsel etter penger
- . Høy pengemengdevekst går gjerne sammen med offentlig budsjettunderskudd
  - . Økt etterspørsel pga økt likviditet OG økt formue
  - . Velfung. kredittmarkeder => likviditetseffekten liten
  - . Nå: likviditetstilførsel for å motvirke likviditetsskvis
  - . Er sentralbankpenger penger?



# Fører høy pengemengdevekst til inflasjon? (forts.)

- Bedriftene hever prisene hvis:
  - Kostnadene øker (lønnsvekst eller depresiering av valutakursen)
  - Etterspørselen øker så mye at produktene kan selges selv til høyere priser
- Men hvis etterspørselen øker, så vil det også føre til økt produksjon og redusert ledighet  
=> akkurat det som trengs i Europa nå
- Høykonjunktur i Tyskland med nokså høy lønnsvekst ville minsket kostnadsforskjellene



- Offentlig gjeld, på kort og lang sikt
- Høy arbeidsledighet, særlig i noen land
- Høyt kostnadsnivå og underskudd på handelsbalansen i noen land
- Lav effektivitet og strukturelle problemer i noen land



- Med unntak av Hellas og muligens Portugal kan eurolandene betale gjelden sin
- Rentenivået bør avspeile dette og ligge lavt
  - .Av hensyn til statene, for å redusere renteutgifter
  - .Av hensyn til bankene (økte obligasjonskursen)
  - .Av hensyn til bankenes lånekunder
  - .Av hensyn til ledighet og sosial stabilitet
- Billige lån fra ECB til bankene har fått ned 2-årige og delvis 5-årige statsrenter
  - .10-årige renter fortsatt høye
- Positiv snøball-effekt KAN få lange renter ned
- Men betydelige kostnader innen det skjer => taler for sterkere inngrep



- Problemene i euroområdet skyldes først og fremst dårlig politikk (finanspolitikk, forhindre bobler) og Walters effekten
- Euro-landene må redde hverandre
  - Forhindre akutt gjeldskrise
  - Regelverk som sikrer finanspolitisk ansvarlighet
  - Økte overføringer lite realistisk og gir atferdsrisiko
- Store problemer selv uten akutt gjeldskrise
  - Kostnadsproblemer i noen land
  - Høy arbeidsledighet
  - Finanspolitiske innstramninger demper økonomien
- Viktig med lav rente, lav/moderat lønnsvekst, vekstfremmende investeringer, strukturelle forbedringer, osv